

에스엘(005850)

매수(분석재개)

목표주가: 19,400원

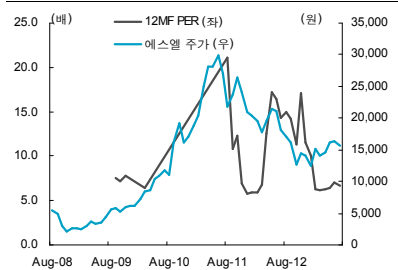
Stock Data

KOSPI(7/25)	1,910
주가(7/25)	15,600
시가총액(십억원)	528
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	19,350/10,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,337
유동주식비율/외국인지분율(%)	39.7/10.8
주요주주(%)	이성엽 외 7인 60.3
국민연금공단	6.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.0	26.3	(19.4)
상대주가(%p)	(5.3)	28.2	(27.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

새로워진 말리부를 기다리며

2013년 EPS 전년 대비 48% 급증

에스엘에 대해 매수 의견과 목표주가 19,400원을 제시한다. 목표주가는 12개월 forward EPS 2,427원에 PER 8배(대형 부품업체 평균 목표 PER을 20% 할인)를 적용했다. 2013년은 연구개발비가 감소하고 수익성이 회복될 뿐만 아니라 1회성 이익(공장부지 판매대금 160억원)까지 발생하여 당기순이익이 전년 대비 48% 증가한다. 단기적으로는 2분기 호실적이 주가 반등을 견인할 전망이다. 부진한 GM 말리부 판매도 11월부터 회복될 것이다.

2분기 어닝 서프라이즈 예상

에스엘 2분기 매출액을 3,273억원(+15% QoQ), 영업이익을 148억원(+34% QoQ, OPM 4.5%), 당기순이익을 203억원(-17% QoQ)으로 전망한다. 이는 현재 컨센서스 대비 각각 1.8%, 9.9%, 5.8% 높다. 호실적의 주 요인은 현대자동차그룹의 특근이 재개되어 가동일수가 회복됐고, 미국 완성차 시장이 활황을 띄고 있으며, 단가인하가 이루어지지 않았기 때문이다.

전장부품의 선택과 집중으로 연구개발비 절감

연구개발비가 줄어든 점도 실적개선의 한 원인이다. 에스엘은 많은 개발비를 들여 첨단 전장부품을 개발했지만 그 동안 수주가 극히 부진했다. 이에 따라 4개의 신제품 중 2개(Head Up Display, All-round View Monitoring)만 남기고 나머지는 철수를 결정했다. 이에 따라 2012년에 160억원에 달했던 연구개발비(영업이익의 43%)가 올해는 125억원으로 감소할 전망이다.

말리부의 부진한 판매는 11월 facelift 출시로 회복

11월에 북미시장에 출시되는 GM 말리부 facelift모델이 미국 테네시 공장의 적자를 감소시켜 줄 전망이다. 테네시 램프공장은 GM향 판매를 겨냥해 증설한 곳이다. 그러나 말리부 판매부진으로 2012년 가동률이 49.2%에 머물러 적자를 기록하고 있다. 판매부진을 타개하기 위한 말리부 facelift의 조기 투입으로 테네시 공장 가동률이 2014년 65%까지 상승해 적자 폭이 감소할 것이다.

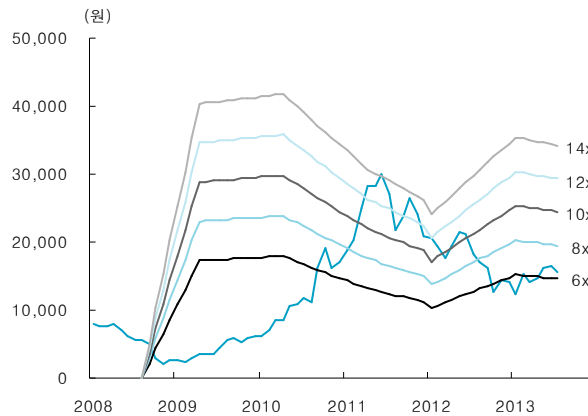
김진우, CFA 3276-6278
jinwoo.kim@truefriend.com

서성문 3276-6152
sungmoon.suh@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	873	30	77	56	1,644	(44.9)	57	12.7	13.8	1.3	10.6
2012A	1,162	37	78	58	1,715	4.3	83	8.3	6.8	0.8	10.2
2013F	1,230	52	115	86	2,531	47.6	108	6.2	5.4	0.8	13.7
2014F	1,274	59	106	80	2,353	(7.0)	117	6.6	4.7	0.7	11.4
2015F	1,352	65	114	86	2,530	7.5	128	6.2	4.2	0.6	11.1

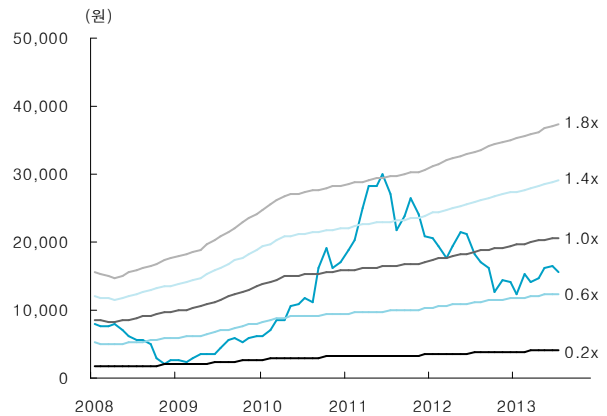
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] PBR 밴드



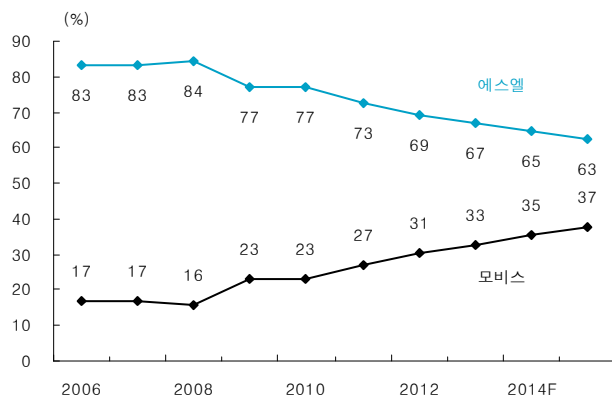
자료: 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: 한국투자증권

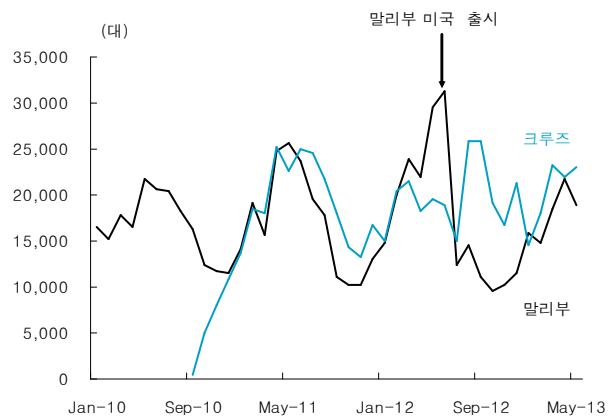
[그림 3] 현대기아차 내 램프 점유율(헤드램프 기준)



주: 모비스 점유율은 자회사(IHL, 중국 강쑤)를 포함해 산출

자료: 한국투자증권

[그림 4] GM 주요 모델의 미국 판매량



자료: Automotive News, 한국투자증권

〈표 1〉테네시 공장 가동률

(단위: %)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
가동률	51	49	55	65	70	75

자료: 에스엘, 한국투자증권

〈표 2〉램프 업체별 현대기아차 납품 차종

	납품차종	비고
에스엘	K3, Pride, Sonata, 카렌스, 모닝, 산타페(해외), 제네시스세단, 에쿠스, 그랜저	하이엔드 중심
모비스	K7, K5, K9, 소렌토, Ray, c'eed, 제네시스쿠페, i40, 벨로스터, 산타페(한국), 엑센트, i30(유럽)	기아차 중심

자료: 에스엘, 한국투자증권

<표 3> 연결기준 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F
매출	276.0	284.7	327.3	295.0	323.4
영업이익	22.3	11.0	14.8	11.8	14.2
영업이익률	8.1%	3.9%	4.5%	4.0%	4.4%
지분법이익	13.2	11.2	12.2	10.6	12.5
순이익	28.9	24.5	20.3	23.0	20.9

자료: 한국투자증권

<표 4> 연결기준 연간실적 전망

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
매출	966	873	1,162	1,230	1,274	1,352	1,400
램프	399	383	614	671	703	770	806
샤시	491	400	399	407	415	424	432
기타	76	91	150	153	156	159	162
영업이익	66	30	37	52	59	65	68
영업이익률	6.8%	3.4%	3.2%	4.2%	4.6%	4.8%	4.9%
지분법이익	51	42	43	47	48	49	50
순이익	97	57	60	89	83	89	91

주: 2011년은 회계연도 변경으로 9개월 간의 실적임

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

에스엘은 자동차용 램프 사업을 주력으로 샤시(변속기 레버, 페달), 도어렛치, 미러, FEM등을 생산하고 있다(2012년 매출비중 램프 53%, 샤시 34%, 기타 13%). 현대기아차 내 점유율은 헤드램프 기준으로 70%에 달하고 있으나 현대모비스의 램프사업 진출로 점유율이 하락추세에 있다. GM과는 27년째 거래중이며 램프뿐만 아니라 납품 품목을 점차 다변화시키고 있다.

- HUD(Head Up Display): 주행정보 전방표시 시스템
- AVM(All-round View Monitoring): 광각 카메라를 차량의 전후방에 장착해 차량을 위에서 내려다 보는 듯한 화면을 운전자에게 제공하는 시스템

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	556	532	594	647	686
현금성자산	48	45	55	76	81
매출채권및기타채권	220	231	254	263	280
재고자산	110	103	112	116	124
비유동자산	552	593	620	652	708
투자자산	222	244	260	269	285
유형자산	280	297	312	333	370
무형자산	21	23	24	25	27
자산총계	1,108	1,125	1,213	1,298	1,394
유동부채	448	426	438	446	457
매입채무및기타채무	207	203	225	233	247
단기차입금및단기사채	205	184	184	184	184
유동성장기부채	13	12	12	12	12
비유동부채	104	103	98	101	106
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	31	17	17	17	17
부채총계	552	529	537	547	563
지배주주지분	548	588	665	737	814
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	144	144	144	144	144
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	379	428	508	583	664
비지배주주지분	8	9	12	14	17
자본총계	556	596	677	751	831

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	49	67	76	89	91
당기순이익	57	60	89	83	89
유형자산감가상각비	26	44	53	55	60
무형자산상각비	1	2	3	3	3
자산부채변동	(30)	(28)	(23)	(5)	(13)
기타	(5)	(11)	(46)	(47)	(48)
투자활동현금흐름	(47)	(38)	(61)	(62)	(82)
유형자산투자	(73)	(81)	(84)	(77)	(98)
유형자산매각	7	1	16	1	1
투자자산순증	24	48	28	35	29
무형자산순증	(6)	(6)	(4)	(4)	(5)
기타	1	0	(17)	(17)	(9)
재무활동현금흐름	(19)	(28)	(5)	(5)	(5)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(12)	(23)	0	0	0
배당금지급	(7)	(5)	(5)	(5)	(5)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(3)	0	0	0
현금의증가	(18)	(2)	10	21	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

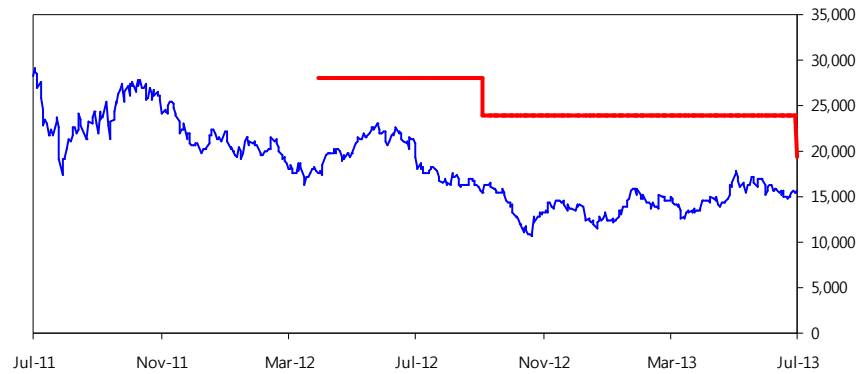
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	873	1,162	1,230	1,274	1,352
매출원가	760	1,018	1,080	1,114	1,179
매출총이익	113	144	151	161	174
판매관리비	83	107	99	102	108
영업이익	30	37	52	59	65
금융수익	6	7	7	8	10
이자수익	6	6	6	7	8
금융비용	6	8	7	7	9
이자비용	5	8	7	7	9
기타영업외손익	5	(2)	16	(1)	(1)
관계기업관련손익	42	43	47	48	49
세전계속사업이익	77	78	115	106	114
법인세비용	19	18	26	23	25
연결당기순이익	57	60	89	83	89
지배주주지분순이익	56	58	86	80	86
기타포괄이익	(4)	(13)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	53	47	86	79	85
지배주주지분포괄이익	53	46	83	77	83
EBITDA	57	83	108	117	128

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,644	1,715	2,531	2,353	2,530
BPS	16,188	17,351	19,640	21,751	24,040
DPS	150	150	150	150	150
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(9.6)	33.1	5.8	3.6	6.1
영업이익증가율	(54.9)	25.6	39.9	12.8	11.6
순이익증가율	(41.3)	4.3	47.6	(7.0)	7.5
EPS증가율	(44.9)	4.3	47.6	(7.0)	7.5
EBITDA증가율	(40.3)	46.1	29.7	8.5	9.9
수익성(%)					
영업이익률	3.4	3.2	4.2	4.6	4.8
순이익률	6.4	5.0	7.0	6.3	6.3
EBITDA Margin	6.5	7.1	8.8	9.2	9.5
ROA	5.4	5.4	7.6	6.6	6.6
ROE	10.6	10.2	13.7	11.4	11.1
배당수익률	0.7	1.1	0.9	0.9	0.9
안정성					
순차입금(십억원)	72	79	47	9	(4)
차입금/자본총계비율(%)	45.8	35.7	31.4	28.3	25.6
Valuation(X)					
PER	12.7	8.3	6.2	6.6	6.2
PBR	1.3	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.8	6.8	5.4	4.7	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
에스엘(005850)	2012.04.23	매수	28,000 원
	2012.09.27	매수	24,000 원
	2013.07.25	매수	19,400 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 7월 25일 현재 에스엘 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.